

国際資本移動と投資収支の関係について

——通説の問題点——

松 井 均

目 次

1. はじめに
2. 通説的な対応関係への統計的反証
3. 残余項としての狭義投資収支
4. マンデル・フレミング・モデルの特殊な整合性
5. 結論（および追記：深尾光洋氏への疑問）

1. はじめに

周知のように、先進各国が今日運営している対ドル管理フロート制は、1973年春にスミソニア
ン対ドル固定為替レート制が崩壊して以降、既に37年以上の長きに渡る。この間、国際マクロ経
済学においては、このような国際通貨システムの変化に応じて様々な理論的進展が見られた。な
かでも顕著だったのが国際資本移動に関する理論であり、かつてのマンデル・フレミング・モデ
ル流の内外金利差のみにもとづく資本流出入の単純な説明から、為替レート予想変化率やリスク・
プレミアムを説明変数に加えた一般化へ、さらにはフロー分析からストック分析への分析視角拡
充へ、など多くの進展が見られた。しかし、こうした理論的進展にもかかわらず、ある重要な点
では、いまだに多くのエコノミストがブレトンウッズ体制時代の古い観念に支配され、その思考
は今日の先進各国における国際通貨システムおよび外為市場環境の現状にそぐわなくなっている。
と筆者の目には映る。その重要な点とは、国際資本移動と投資収支の関係であり、かつても今も
多くのエコノミストは「純資本流入イコール投資収支黒字」および「純資本流出イコール投資収
支赤字」と固く信じている。しかし、この通説的な対応関係は今日の先進各国が置かれている国
際通貨システムおよび外為市場環境のもとでは「実は必ずしも成り立つとは限らない」のである。
本稿の目的は、このことを統計的に立証し（第2節）、国際資本移動と投資収支との正しい関係を
理論的に究明すること（第3節および第4節）である。

2. 通説的な対応関係への統計的反証

本節では、まずIMF方式の国際収支勘定体系について簡潔に説明した後、国際資本移動と投資収
支に関して多くのエコノミストが信じている「純資本流入イコール投資収支黒字」および「純資
本流出イコール投資収支赤字」という通説的な対応関係が必ずしも成り立たないことを2003年
における日本の国際収支勘定にもとづいて統計的に立証する。

周知のように、IMF方式の国際収支勘定体系は、IMFが発行する*Balance of Payments Manual*によって規定され、このマニュアルは、ときおり版が改訂される。現時点（2010年10月現在）での最新版は、1993年に改訂された第5版である。よって本稿では、この第5版マニュアルに則して解説を行なう。

その第5版マニュアルによると国際収支勘定は、経常勘定（current account）、資本移転勘定（capital account）および投資勘定（financial account）から成り、それぞれの勘定が、さらに表1のように小分類されたうえで、各勘定における各取引項目が左側項目（credits）と右側項目（debits）とに分類される。このとき、ある取引項目がcreditsの一項目として分類されるかdebitsの一項目として分類されるかは、複式簿記の原理（principle of double-entry book-keeping）が成り立つように決まる。¹⁾

表1に示された各項目のうち、 c_1 、 c_2 および d_1 、 d_2 については特に説明の必要はない。 c_3 および d_3 には、海外出稼ぎ労働者が本国の家族へ向けて行なう送金や、かつて第一次大戦後に敗戦国ドイツに課せられたような戦争賠償金の年賦払い等が含まれる。また、 c_4 および d_4 には、移民の持参金や途上国債務の減免などが含まれる。²⁾

広義投資勘定は、通貨当局に関する対外貸借ポジション変化を示す公的準備勘定と、通貨当局以外（民間部門および一般政府）に関する対外貸借ポジション変化を示す狭義投資勘定とに分かれる。公的準備勘定項目の \hat{c}_5 、 \hat{c}_6 、 \hat{d}_5 、 \hat{d}_6 は、貨幣形態の金額と非貨幣形態の金額との内訳を必ずしも明示せずに統計数値が公表される。他方、狭義投資勘定項目 \bar{c}_5 、 \bar{c}_6 、 \bar{d}_5 、 \bar{d}_6 に関しては貨幣形態の金額と非貨幣形態の金額とが統計上、分類可能である。そして、この非貨幣形態の狭義投資勘定項目金額 \bar{c}_5' 、 \bar{c}_6' 、 \bar{d}_5' 、 \bar{d}_6' をもとにして我々は、いわゆる国際資本移動（international financial flows）による資本流入（financial inflow）金額と資本流出（financial outflow）金額とを、それぞれ次の（Ⅰ）および（Ⅱ）のように把握することができる（以下で「ポートフォリオ」とは株式、社債、国債を意味し、「邦人」および「外人」は、それぞれ「自国の居住者」および「外国の居住者」を意味する）。³⁾

$$(Ⅰ) \text{ 資本流入取引} \cdots \left[\begin{array}{ccc} & \xrightarrow{\text{非貨幣資産 } \bar{c}_6' + \bar{c}_5'} & \\ \text{邦人} & & \text{外人} \\ & \xleftarrow{\text{貨幣}} & \end{array} \right]$$

\bar{c}_6' …新規の対内直接投資、新規の対内ポートフォリオ投資、新規の対内デリヴァティブ投資、新規の輸入延払信用、等。

\bar{c}_5' …既に邦人が所有していた海外直接投資物件、外人発行ポートフォリオ資産、外人発行デリヴァティブ資産の外人への売り戻し、および既存の輸出延払信用の邦人による取立て、等。

$$(Ⅱ) \text{ 資本流出取引} \cdots \left[\begin{array}{ccc} & \xrightarrow{\text{非貨幣資産 } \bar{d}_5' + \bar{d}_6'} & \\ \text{邦人} & & \text{外人} \\ & \xleftarrow{\text{貨幣}} & \end{array} \right]$$

\bar{d}_5' …新規の対外直接投資、新規の対外ポートフォリオ投資、新規の対外デリヴァティブ投資、新規の輸出延払信用、等。

\bar{d}_6' …既に外人に所有されていた国内直接投資物件、邦人発行ポートフォリオ資産、邦人発行デリヴァティブ資産の邦人による買い戻し、および既存の輸入延払信用の邦人による支払い、等。

上述のように、IMF方式の国際収支勘定においては複式簿記の原理が成り立つようにcredits（左側項目）とdebits（右側項目）とが分類されているから、表1の各項目金額については（統計的誤

表1 IMF国際収支マニュアル第5版方式の国際収支表

		credits	debits
経常勘定		財・サービス輸出 c_1	財・サービス輸入 d_1
		利子・配当等, 受取 c_2	利子・配当等, 支払 d_2
		経常移転, 受取 c_3	経常移転, 授与 d_3
資本移転勘定		資本移転, 受取 c_4	資本移転, 授与 d_4
広義投資勘定	狭義投資勘定	\bar{c}_5 { \bar{c}_5' 非貨幣形態での対外債権減少 \bar{c}_5'' 貨幣形態での対外債権減少 \bar{c}_6 { \bar{c}_6' 非貨幣形態での対外債務増加 \bar{c}_6'' 貨幣形態での対外債務増加	\bar{d}_5 { \bar{d}_5' 非貨幣形態での対外債権増加 \bar{d}_5'' 貨幣形態での対外債権増加 \bar{d}_6 { \bar{d}_6' 非貨幣形態での対外債務減少 \bar{d}_6'' 貨幣形態での対外債務減少
	公的準備勘定	\hat{c}_5 対外債権減少 \hat{c}_6 対外債務増加	\hat{d}_5 対外債権増加 \hat{d}_6 対外債務減少

差がなければ) credits合計イコールdebits合計という恒等式が成り立つ。そして、この恒等式から我々は、次のような周知の恒等式①を得る。⁴⁾

$$\underbrace{\begin{matrix} (c_1 - d_1) & + & (c_2 - d_2) & + & (c_3 - d_3) & + & (c_4 - d_4) \\ \text{貿易・サービス} & & \text{所得} & & \text{経常移転} & & \text{資本移転収支} \\ \text{収支} & & \text{収支} & & \text{収支} & & \text{(capital-account balance)} \end{matrix}}_{\text{経常収支 (current-account balance)}} + \underbrace{\begin{matrix} (\bar{c}_5 + \bar{c}_6 - \bar{d}_5 - \bar{d}_6) & + & (\hat{c}_5 + \hat{c}_6 - \hat{d}_5 - \hat{d}_6) & = & 0 \\ \text{狭義投資収支} & & \text{公的準備取引収支} & & \\ \text{(financial-account balance} & & \text{(official reserve transactions} & & \\ \text{in the narrower sense)} & & \text{balance)} \end{matrix}}_{\text{広義投資収支 (financial-account balance in the broader sense)}} \dots\dots\dots \text{①}$$

この恒等式①は次の②式の形で表わされることも多い。

$$\underbrace{\text{経常収支} + \text{資本移転収支} + \text{狭義投資収支}}_{\text{総合収支 (overall balance)}} = - \text{公的準備取引収支} = \text{公的決済収支} \quad \text{(official settlements balance)}$$

$$= (\hat{d}_5 - \hat{c}_5) - (\hat{c}_6 - \hat{d}_6) = \begin{cases} \oplus \text{値} & \dots \text{通貨当局の対外貸借ポジション改善} \\ \ominus \text{値} & \dots \text{通貨当局の対外貸借ポジション悪化} \end{cases}$$

通貨当局の対外債権の正味増加分 通貨当局の対外債務の正味増加分 \dots\dots\dots \text{②}

一般に非基軸通貨国の場合、自国の通貨（建て資産）が諸外国の通貨当局によって外貨準備として保有されることは稀であるから、恒等式②のうち $\widehat{c}_6 - \widehat{d}_6$ は、ほぼゼロに近い。よって非基軸通貨国の場合、公的決済収支は外貨準備変化分 $\widehat{d}_5 - \widehat{c}_5$ にほぼ等しい。また、上記（Ⅰ）、（Ⅱ）にもとづき国際マクロ経済学の分野では、狭義投資勘定において $\bar{c}_6' + \bar{c}_5' > \bar{d}_5' + \bar{d}_6'$ の場合を純資本流入（net financial inflow）と呼び、逆に $\bar{c}_6' + \bar{c}_5' < \bar{d}_5' + \bar{d}_6'$ の場合を純資本流出（net financial outflow）と呼ぶ。よって、これらの事から我々は、非基軸通貨国の国際収支勘定に関し、次の恒等式③を得る。

$$\begin{aligned}
 & \text{經常収支} + \text{資本移転収支} + \text{狭義投資収支} \\
 & \overbrace{\left[\underbrace{(\bar{c}_5' + \bar{c}_6' - \bar{d}_5' - \bar{d}_6')}_{\left\{ \begin{array}{l} \oplus \text{値} \cdots \text{純資本流入} \\ \ominus \text{値} \cdots \text{純資本流出} \end{array} \right\}} - \left[\underbrace{(\bar{d}_5'' - \bar{c}_5'')}_{\left\{ \begin{array}{l} \text{外貨での決済額} \\ \oplus \text{値} \cdots \text{正味受取} \\ \ominus \text{値} \cdots \text{正味支払} \end{array} \right\}} + \underbrace{(\bar{d}_6'' - \bar{c}_6'')}_{\left\{ \begin{array}{l} \text{邦貨での決済額} \\ \oplus \text{値} \cdots \text{正味受取} \\ \ominus \text{値} \cdots \text{正味支払} \end{array} \right\}} \right]}^{\text{正味の国際資本移動額} - \text{非通貨当局による貨幣の正味受け渡し額}} \\
 & = \widehat{d}_5 - \widehat{c}_5 = \text{外貨準備変化額} \left\{ \begin{array}{l} \oplus \text{値} \cdots \text{外貨準備増加} \\ \ominus \text{値} \cdots \text{外貨準備減少} \end{array} \right. \quad \dots\dots \text{③} \\
 & \quad \left(\text{if } \widehat{c}_6 - \widehat{d}_6 = 0 \right)
 \end{aligned}$$

恒等式③は、「純資本流入イコール狭義投資収支黒字」および「純資本流出イコール狭義投資収支赤字」という通説的な対応関係が必ずしも成り立たないことを代数的に示している。たとえば、經常収支+資本移転収支が黒字で、かつ、その黒字額を上回る額だけ外貨準備が増加すれば、たとえ国際資本移動によって純資本流出 $(\bar{c}_5' + \bar{c}_6' - \bar{d}_5' - \bar{d}_6' < 0)$ が生じていても、狭義投資収支は恒等式③によって黒字にならざるを得ない。

現に、そのようなケースが生じたのが2003年における日本の国際収支勘定であり（表2参照）、その収支内訳は次の④式の通りであった（数字の単位は十億ドル）。

$$\begin{aligned}
 & (c_1 + c_2 + c_3 - d_1 - d_2 - d_3) + (c_4 - d_4) \\
 & \text{經常収支 (136.22} \cdots \text{黒字)} \quad \quad \quad \text{資本移転収支 (-4.00} \cdots \text{赤字)} \\
 & + (\bar{c}_5' + \bar{c}_6' - \bar{d}_5' - \bar{d}_6') \\
 & \quad \text{正味の国際資本移動額 (-42.64} \cdots \text{純資本流出)} \\
 & - \left[\begin{array}{cc} (\bar{d}_5'' - \bar{c}_5'') & + & (\bar{d}_6'' - \bar{c}_6'') \\ \vdots & & \vdots \\ \text{外貨での決済額} & & \text{邦貨での決済額} \\ \vdots & & \vdots \\ \hline (-140.78 \cdots \text{正味支払}) & & (26.22 \cdots \text{正味受取}) \\ \hline \end{array} \right] \\
 & \quad \text{非通貨当局による貨幣決済額 (-114.56} \cdots \text{正味支払)} \quad \left. \vphantom{\begin{array}{c} \vdots \\ \vdots \\ \vdots \end{array}} \right\} \text{狭義投資収支 (71.92} \cdots \text{黒字)}
 \end{aligned}$$

表2 2003年、日本の国際収支勘定

credits		debits	
○財輸出	449.12	○財輸入	342.72
○サービス輸出	77.62	○サービス輸入	111.53
○利子・配当等, 受取	95.21	○利子・配当等, 支払	23.97
○経常移転, 受取	6.51	○経常移転, 授与	14.02
経常勘定 credits 小計	628.46	経常勘定 debits 小計	492.24
○資本移転, 受取	0.39	○資本移転, 授与	4.39
○対外債権の減少 ・デリヴァティブ ・貿易信用, 等 ・市中銀行 (外貨の正味支払)	64.96 9.11 140.78	○対外債権の増加 ・直接投資 ・ポートフォリオ	28.77 176.29
○対外債務の増加 ・直接投資 ・ポートフォリオ ・貿易信用, 等	6.24 81.18 60.31	○対外債務の減少 ・デリヴァティブ ・市中銀行 (邦貨の正味受取)	59.38 26.22
狭義投資勘定 credits 小計	362.58	狭義投資勘定 debits 小計	290.66
		外貨準備増加	187.15
		統計的誤差	16.99
credits 総計	991.43	debits 総計	991.43

資料: *International Financial Statistics* (IMF) のデータにより筆者作成。単位、十億ドル。なお、debits側の各金額にマイナス符号が付いてないことに関しては本稿の注1を参照されたい。

$$= \text{外貨準備変化分 } \hat{d}_5 - \hat{c}_5 (187.15 \dots \text{正味増加}) + \text{統計的誤差} (16.99) \dots \text{④}$$

ちなみに、④式における「正味の国際資本移動額 (-42.64…純資本流出)」の内訳は次の (i), (ii), (iii), (iv) の通りである。表2の数字との対応関係を確認されたい。

(i) 直接投資に関する正味の国際資本移動額

$$= [\text{新規の対内直接投資額 } (\bar{c}_6' \text{ に算入}) - \text{既に外人に所有されていた国内直接投資物件の邦人による買い戻し額 } (\bar{d}_6' \text{ に算入})]$$

6.24 (直接投資形態での対外債務の正味増加額)

$$- [\text{新規の対外直接投資額 } (\bar{d}_5' \text{ に算入}) - \text{既に邦人が所有していた海外直接投資物件の外人への売り戻し額 } (\bar{c}_5' \text{ に算入})]$$

28.77 (直接投資形態での対外債権の正味増加額)

= -22.53 (直接投資取引による純資本流出額)

(ii) ポートフォリオに関する正味の国際資本移動額

= [新規の対内ポートフォリオ投資額 (\bar{c}_6' に算入) - 既に外人に所有されていた邦人発行ポートフォリオ資産の邦人による買い戻し額 (\bar{d}_6' に算入)]

81.18 (ポートフォリオ形態での対外債務の正味増加額)

- [新規の対外ポートフォリオ投資額 (\bar{d}_5' に算入) - 既に邦人が所有していた外人発行ポートフォリオ資産の外人への売り戻し額 (\bar{c}_5' に算入)]

176.29 (ポートフォリオ形態での対外債権の正味増加額)

= -95.11 (ポートフォリオ取引による純資本流出額)

(iii) デリヴァティブに関する正味の国際資本移動額

= [既に邦人が所有していた外人発行デリヴァティブ資産の外人への売り戻し額 (\bar{c}_5' に算入) - 新規の対外デリヴァティブ投資額 (\bar{d}_5' に算入)]

64.96 (デリヴァティブ形態での対外債権の正味減少額)

- [既に外人に所有されていた邦人発行デリヴァティブ資産の邦人による買い戻し額 (\bar{d}_6' に算入) - 新規の対内デリヴァティブ投資額 (\bar{c}_6' に算入)]

59.38 (デリヴァティブ形態での対外債務の正味減少額)

= 5.58 (デリヴァティブ取引による純資本流入額)

(iv) その他 (直接投資, ポートフォリオ, デリヴァティブ以外) の非貨幣資産の取引 (貿易信用, 等) による正味の国際資本移動額

= [既に邦人が所有していた外人発行非貨幣資産の外人への売り戻し額 (\bar{c}_5' に算入) - 外人発行非貨幣資産の邦人による新規購入額 (\bar{d}_5' に算入)]

9.11 (「その他」の非貨幣形態での対外債権の正味減少額)

+ [邦人発行非貨幣資産の外人への新規売却額 (\bar{c}_6' に算入) - 既に外人に所有されていた邦人発行非貨幣資産の邦人による買い戻し額 (\bar{d}_6' に算入)]

60.31 (「その他」の非貨幣形態での対外債務の正味増加額)

= 69.42 (「その他」の非貨幣資産取引による純資本流入額)

以上の (i), (ii), (iii), (iv) により, われわれは次の⑤式を得る。

直接投資取引による正味の国際資本移動額 (-22.53 … 純資本流出) +
 ポートフォリオ取引による正味の国際資本移動額 (-95.11 … 純資本流出) +
 デリヴァティブ取引による正味の国際資本移動額 (5.58 … 純資本流入) +
 その他の非貨幣資産取引による正味の国際資本移動額 (69.42 … 純資本流入)
 = 表2における正味の国際資本移動額 (-42.64 … 純資本流出) ……⑤

3. 残余項としての狭義投資収支

表2に示された2003年における日本の国際収支勘定(純資本流出かつ狭義投資収支黒字のケース)は、「純資本流入イコール狭義投資収支黒字」および「純資本流出イコール狭義投資収支赤字」という通説的な対応関係が必ずしも成り立たないことの実例であるが、この表2のようなケースは実際には稀である。むしろ、表3および表4に示された2006年および2009年における日本の国際収支勘定のように、通説的な対応関係が(少なくとも定性的には)成り立つケースの方が実際には多く見られる。⁵⁾ さればこそ、国際資本移動と狭義投資収支との関係については、上記のような通説的な対応関係が今日なお多くのエコノミストの思考を支配しているのである。

しかし、いかに稀にしか生じなくとも、ともかく通説的な対応関係の成り立たないケースが、前節③式に示されているように代数的に可能であり、かつ、ときおりは現に生ずる以上、やはり通説的な対応関係は「必ずしも成り立つとは限らない」のである。そこで本節では、そのような非通説的なレア・ケースと通説的なノーマル・ケースとを、ともに無理なく包摂する仕方で統一的に説明し、この問題に理論上の整理を与えてみたい。

次の⑥式および⑦式は、前節における③式を簡潔に表現し直したものである。この⑥、⑦式を用いると、われわれは以下の<1>および<2>のような分析を行なうことができる。

経常収支 + 資本移転収支 + 狭義投資収支 = 外貨準備変化額 … ⑥

狭義投資収支 = 正味の国際資本移動額 - 非通貨当局による貨幣の正味受払額 … ⑦

$\left[\begin{array}{l} \oplus \text{値} \cdots \text{純資本流入} \\ \ominus \text{値} \cdots \text{純資本流出} \end{array} \right]$	$\left[\begin{array}{l} \oplus \text{値} \cdots \text{正味受取} \\ \ominus \text{値} \cdots \text{正味支払} \end{array} \right]$
---	---

<1>⑥式から明らかなように、いま経常収支 + 資本移転収支が黒字で、かつ、その黒字額を外貨準備増加額が上回れば、国際収支会計上、必ず狭義投資収支は黒字になる。そして、このとき正味の国際資本移動が純資本流入であっても流出であっても、いずれにせよ国際収支会計は整合的に成り立ち得ることが⑦式から分かる。

表3 2006年, 日本の国際収支勘定

credits		debits	
○財輸出	615.81	○財輸入	534.51
○サービス輸出	117.30	○サービス輸入	135.56
○利子・配当, 等受取	165.80	○利子・配当等, 支払	47.65
○経常移転, 受取	6.18	○経常移転, 授与	16.87
経常勘定 credits 小計	905.11 ^{注)}	経常勘定 debits 小計	734.59
○資本移転, 受取	0.75	○資本移転, 授与	5.51
○対外債権の減少 ・デリヴァティブ	143.48	○対外債権の増加 ・直接投資	50.17
		・ポートフォリオ	71.04
		・貿易信用, 等	78.74
		・市中銀行 (外貨の正味受取)	7.50
○対外債務の増加 ・ポートフォリオ	198.56	○対外債務の減少 ・直接投資	6.78
		・デリヴァティブ	141.03
		・貿易信用, 等	40.29
		・市中銀行 (邦貨の正味受取)	48.83
狭義投資勘定 credits 小計	342.04	狭義投資勘定 debits 小計	444.38
		外貨準備増加	31.98
		統計的誤差	31.44
credits 総計	1247.90	debits 総計	1247.90

資料：表2と同じ。単位、十億ドル。

注：表示された数字から計算すると905.09になるが、これは四捨五入によって過小に算出される値であり、905.11が正しい。

たとえば狭義投資収支黒字かつ純資本流入の場合（通説的なケース）、もし狭義投資収支黒字額が純資本流入額よりも大きければ非通貨当局による貨幣の正味支払が生ずることによって⑦式が成立し、他方もし狭義投資収支黒字額が純資本流入額よりも小さければ非通貨当局による貨幣の正味受取が生ずることによって⑦式が成立する。したがって、定性的に「狭義投資収支黒字かつ純資本流入」であるような通説的ケースにおいても、定量的に狭義投資収支黒字「額」イコール純資本流入「額」という対応関係が成り立つとは限らないことが⑦式から分かる。

また、狭義投資収支黒字かつ純資本流出の場合（非通説的なケース）、非通貨当局による貨幣の正味支払額が純資本流出額を上回ることによって⑦式が成立する。前節の表2および④式に示された2003年における日本の国際収支勘定は、このケースに該当する。この年の日本では、おもに日銀の大規模な外為市場介入（円売りドル買い）による外貨準備増加額（187.15）が経常収支+資本移転収支の黒字額（132.22）を上回ったので、⑥式によって狭義投資収支が黒字となった（その黒字額は、統計的誤差16.99を含む④式では、71.92である）。

このとき、この日銀による大規模な円売りドル買い介入の主な相手方となった日本の市中銀行が、日銀に売るべきドルを、おもにアメリカ市中銀行の帳簿上におけるコルレス口座ドル残高の減少を経由して支払い、この支払額が表2の「市中銀行」に関する正味の「対外債権の減少」額

表4 2009年、日本の国際収支勘定

credits		debits	
○財輸出	545.28	○財輸入	501.65
○サービス輸出	128.34	○サービス輸入	148.72
○利子・配当、等受取	175.22	○利子・配当等、支払	43.88
○経常移転、受取	9.52	○経常移転、授与	21.91
経常勘定 credits 小計	858.36	経常勘定 debits 小計	716.16
○資本移転、受取	1.11	○資本移転、授与	6.10
○対外債権の減少 ・デリヴァティブ ・貿易信用、等 ・市中銀行 (外貨の正味支払)	333.85 0.12 202.63	○対外債権の増加 ・直接投資 ・ポートフォリオ	74.62 160.25
○対外債務の増加 ・直接投資 ・市中銀行 (邦貨の正味支払)	11.83 49.54	○対外債務の減少 ・デリヴァティブ ・ポートフォリオ ・貿易信用、等	323.30 56.26 131.50
狭義投資勘定 credits 小計	597.97	狭義投資勘定 debits 小計	745.93
○通貨当局の対外債務増加 ^{注)}	17.80	○外貨準備増加	26.92
○統計的誤差	19.87		
credits 総計	1495.11	debits 総計	1495.11

資料：表2と同じ。単位、十億ドル。

注：外国の通貨当局が日本銀行の帳簿上に保有する円建て外貨準備額（含、日本国債の保護預かり分）増加。

140.78の大部分を形成した。そして、この市中銀行による大量の外貨支払が主な原因となって⑦式に「非通貨当局による貨幣の正味支払」を大量に惹き起こし⁶⁾、その金額114.56が当年における純資本流出額42.64を上回って⑦式から狭義投資収支が71.92 [= -42.64 - (-114.56)]の黒字となった。以上のような経緯により、2003年の日本の国際収支勘定においては、⑥式および⑦式の整合性が「狭義投資収支黒字かつ純資本流出」という非通説的な対応関係で保たれたのである。

<2>⑥式から明らかなように、いま経常収支+資本移転収支が黒字で、かつ、その黒字額を外貨準備増加額が下回れば、国際収支会計上、必ず狭義投資収支は赤字になる。そして、このとき正味の国際資本移動が純資本流入であっても流出であっても、いずれにせよ国際収支会計は整合的に成り立ち得ることが⑦式から分かる。

たとえば狭義投資収支赤字かつ純資本流入の場合（非通説的なケース）、非通貨当局による貨幣の正味受取が狭義投資収支赤字の絶対値を上回る額で生ずれば⑦式は成立する。また、狭義投資収支赤字かつ純資本流出の場合（通説的なケース）、もし非通貨当局による貨幣の正味受取が生ずれば狭義投資収支赤字額が純資本流出額を上回る形で⑦式が成立し（表3に示された2006年における日本の国際収支勘定が、このケースに該当）、他方もし非通貨当局による貨幣の正味支払が生ずれば狭義投資収支赤字額が純資本流出額を下回る形で⑦式が成立する（表4に示された2009年における日本の国際収支勘定が、このケースに該当）。したがって、定性的に「狭義投資収支赤字

かつ純資本流出」であるような通説的ケースにおいても、定量的に狭義投資収支赤字「額」イコール純資本流出「額」という対応関係が成り立つとは限らないことが⑦式から分かる。

以上<1>および<2>の分析を踏まえ、われわれは経済理論的に次の<i>、<ii>および<iii>の所見を得る。

<i>一般に、統計上の数値が極めて小さい資本移転収支を無視すると、⑥式において能動的・先行的に値が決まるのは、国民所得や為替レートの関数である経常収支と、おもに中央銀行の外為市場介入によって左右される外貨準備変化額とであり、これらに対して狭義投資収支の値が⑥式を常に成り立たせる（恒等式たらしめる）べく残余項として受動的・補正的に決まる。

<ii>恒等式⑥において狭義投資収支の値が残余項として受動的・補正的に決まることを可能にしているのは、⑦式から明らかなように、「非通貨当局による貨幣の正味受払額」である。なぜならば、⑦式における「正味の国際資本移動額」は、非通貨当局（民間部門や一般政府）による資本流入取引〔前節の（Ⅰ）〕および資本流出取引〔前節の（Ⅱ）〕にもとづき、内外金利差や為替レート予想変化率やリスク・プレミアムの関数として能動的・先行的に値が決まる関数項だからである。

<iii>⑥式において残余項として受動的・補正的に決まる狭義投資収支の値と、⑦式において（内外金利差や為替レート予想変化率やリスク・プレミアムを説明変数に持つ）関数項として能動的・先行的に決まる正味の国際資本移動額（すなわち純資本流入額または流出額）とは、定量的どころか定性的にさえ、通説的な対応関係を満たすべき理論的必然性が無い。その結果、通説的な対応関係を定性的に満たさないケースとして現に生じたのが2003年における日本の国際収支勘定（表2）であり、定性的には満たすけれども定量的には満たさないケースとして現に生じたのが2006年（表3）および2009年（表4）における日本の国際収支勘定である。

4. マンデル・フレミング・モデルの特殊な整合性

前節で指摘されたように、一国の狭義投資収支と正味の国際資本移動との間には、定量的どころか定性的にさえ、「狭義投資収支黒字イコール純資本流入」および「狭義投資収支赤字イコール純資本流出」という通説的対応関係が成立すべき理論的必然性は存在しない。しかし、この通説的対応関係は、国際マクロ経済学の定番とも言うべきマンデル・フレミング・モデルによって周知となり、今日なお多くのエコノミストの思考を支配しているものである。⁷⁾では、そのマンデル・フレミング・モデルが、狭義投資収支と純資本流出入との関係において、はたして誤謬の余地を含んでいたのであろうか？。

結論から言うと、本稿前節の所見<i>、<ii>、<iii>が一般的には正しいのであるが、マンデル・フレミング・モデルが定式化された1960年代ブレトンウッズ固定為替レート制という特殊環境の下では、くだんの通説的対応関係が定性的のみならず定量的にも「結果として」常に成り立つのである。つまり、1960年代ブレトンウッズ固定為替レート制を前提とする限りにおいては、マンデル・フレミング・モデルの定式化は結果的に正当化でき、よって「はじめから」くだんの通説的対応関係が成り立つものと「決めてかかる」ことが「思考のショート・カット」とし

て理論モデル操作の便宜上、可能だったのである。本節では、この点について以下、詳しく考察し、前節で導かれた一般的な所見にもとづいてマンデル・フレミング・モデルの特殊な整合性を確認する。

以下の考察に先立って、まず我々が想起すべきは、1960年代ブレトンウッズ固定為替レート制下で先進各国の外為市場が置かれていた特殊な環境である。すなわち、

[i] 当時の先進各国では、邦人（含、自国の居住者たる市中銀行）による外貨保有および外人（含、外国の居住者たる市中銀行）による邦貨保有に対し、厳しい法的規制が課せられていた。そのような環境下では、経常収支+資本移転収支における黒字および国際資本移動における純資本流入は、定性的のみならず定量的にも、ほぼストレートに銀行間外為市場（ただし直物、以下同じ）における邦貨の超過需要（すなわち外貨の超過供給）を生み出す。逆に、経常収支+資本移転収支における赤字および国際資本移動における純資本流出は、ほぼストレートに銀行間外為市場における邦貨の超過供給（すなわち外貨の超過需要）を生み出す。

[ii] 次に我々が想起すべきは、固定為替レート制下の中央銀行は銀行間外為市場に生じた為替レート圧力を（当然ながら）みずからの外為市場介入行動によって完全に相殺して平価を維持し「なければならない」ということである。固定為替レート制下の中央銀行による外為市場介入は、この「ゲームのルール」ゆえに受動的・補正的な行為となる。そして、この受動的・補正的な外為市場介入によって生ずる外貨準備変化額は、前節の⑥式では、銀行間外為市場の為替レート圧力を事後的にゼロならしめるべく受動的・補正的に値が決まる残余項となる。

以上の2点 [i], [ii] を念頭に置いたうえで我々は、ブレトンウッズ固定為替レート制下における先進各国の中央銀行が次の（1）～（4）それぞれの場合に行なわねばならない（行なわねばならなかった）外為市場介入の額を順次、考察しよう。

（1）経常収支+資本移転収支が黒字で、かつ正味の国際資本移動が純資本流入の場合

この場合、銀行間外為市場には（現行の為替レート水準すなわち平価のもとで）経常収支+資本移転収支の黒字額に純資本流入額を加えた額だけ、邦貨の超過需要（すなわち外貨の超過供給）が生ずる。よって、この邦貨高・外貨安の為替レート圧力を完全に相殺して平価を維持するために中央銀行が行なわねばならない邦貨売り外貨買いの外為市場介入額（それによって生ずる外貨準備増加額）は、経常収支+資本移転収支の黒字額を純資本流入額の分だけ上回る。よって前節の⑥式から狭義投資収支は、この「上回る」分だけ黒字となる。したがって「純資本流入額イコール狭義投資収支黒字額」という対応関係が結果的に成り立つ。

（2）経常収支+資本移転収支が赤字で、かつ正味の国際資本移動が純資本流出の場合

この場合、銀行間外為市場には経常収支+資本移転収支の赤字額に純資本流出額を加えた額だけ、邦貨の超過供給（すなわち外貨の超過需要）が生ずる。よって、この邦貨安・外貨高の為替レート圧力を完全に相殺して平価を維持するために中央銀行が行なわねばならない邦貨買い外貨売りの外為市場介入額（それによって生ずる外貨準備減少額）は、経常収支+資本移転収支の赤

字額を純資本流出額の方だけ上回る。よって前節の⑥式から狭義投資収支は、この「上回る」分だけ赤字となる。したがって「純資本流出額イコール狭義投資収支赤字額」という対応関係が結果的に成り立つ。

(3) 経常収支+資本移転収支が黒字で、かつ正味の国際資本移動が純資本流出の場合

この場合、もし(3.1)銀行間外為市場に邦貨高・外貨安の為替レート圧力が生じたならば、この圧力を完全に相殺して平価を維持するために中央銀行が行なわねばならない邦貨売り外貨買いの外為市場介入額(それによって生ずる外貨準備増加額)は、経常収支+資本移転収支の黒字額を純資本流出額の方だけ下回る。よって前節の⑥式から狭義投資収支は、この「下回る」分だけ赤字となる。したがって「純資本流出額イコール狭義投資収支赤字額」という対応関係が結果的に成り立つ。

他方、もし(3.2)銀行間外為市場に邦貨安・外貨高の為替レート圧力が生じたならば、この圧力を完全に相殺して平価を維持するために中央銀行は、純資本流出額が経常収支+資本移転収支の黒字額を上回る分だけ、邦貨買い外貨売りの外為市場介入を行なわねばならず、よって外貨準備は減少する。したがって前節の⑥式から、狭義投資収支=外貨準備変化分-(経常収支+資本移転収支)= $\ominus - \oplus = \ominus$ 値(赤字)となり、その絶対値(狭義投資収支の赤字額)は純資本流出額と結果的に等しくなる。

(4) 経常収支+資本移転収支が赤字で、かつ正味の国際資本移動が純資本流入の場合

この場合、もし(4.1)銀行間外為市場に邦貨安・外貨高の為替レート圧力が生じたならば、この圧力を完全に相殺して平価を維持するために中央銀行が行なわねばならない邦貨買い外貨売りの外為市場介入額(それによって生ずる外貨準備減少額)は、経常収支+資本移転収支の赤字額を純資本流入額の方だけ下回る。よって前節の⑥式から狭義投資収支は、この「下回る」分だけ黒字となる。したがって「純資本流入額イコール狭義投資収支黒字額」という対応関係が結果的に成り立つ。

他方、もし(4.2)銀行間外為市場に邦貨高・外貨安の為替レート圧力が生じたならば、この圧力を完全に相殺して平価を維持するために中央銀行は、経常収支+資本移転収支の赤字額を純資本流入額が上回る分だけ、邦貨売り外貨買いの外為市場介入を行なわねばならず、よって外貨準備は増加する。したがって前節の⑥式から、狭義投資収支=外貨準備変化分-(経常収支+資本移転収支)= $\oplus - \ominus = \oplus$ 値(黒字)となり、その絶対値(狭義投資収支の黒字額)は純資本流入額と結果的に等しくなる。

以上(1)~(4)の考察から我々は、1960年代ブレトンウッズ固定為替レート制の下で先進各国が置かれていた[i]および[ii]という特殊な外為市場環境においては、正味の国際資本移動と狭義投資収支との間に、マンデル・フレミング・モデルが定式化したような通説的対応関係が定性的のみならず定量的にも常に「結果的に」成り立つことが分かる。

要するに、前節⑦式中の「非通貨当局による貨幣の正味受払額」が[i]および[ii]という特殊環境下ではゼロ(に近い値)になるから、狭義投資収支イコール正味の国際資本移動という対応関係が定性的のみならず定量的にも(かなり緊密に)成り立ち、この対応関係がマンデル・

フレミング・モデルに組み込まれたのである。そして、この対応関係が、あたかも経常収支額の決定や中央銀行の外為市場介入行動に先立って「はじめから成り立つ」かの如く「決めてかかる」ことが理論モデル操作上、便利な「思考のショート・カット」として通説化した。やがて、その後における国際通貨システムの変遷に伴って [i], [ii] の外為市場環境が失われたにもかかわらず、この便利な「思考のショート・カット」だけは、その後も通説として残存し、今日なお多くのエコノミストの思考を支配し続けているのである。

5. 結 論

以上の分析から導かれた本稿の結論をまとめると、以下の [1] ~ [4] の通りである。

[1] 今日、管理フロート制の下にある先進各国においては一般に、狭義投資収支は、経常収支 + 資本移転収支の値や中央銀行の外為市場介入額から独立に（内外金利差や為替レート予想変化率やリスク・プレミアムの関数として能動的・先行的に）値が決まる関数項として見るべきではない。むしろ狭義投資収支は、経常収支 + 資本移転収支の値および中央銀行の外為市場介入額が能動的・先行的に決まった後で国際収支会計を整合的に成り立たせるべく受動的・補正的に値が決まる残余項と見なすべきである。

[2] そのように残余項として値が決まる狭義投資収支の黒字・赤字と国際資本移動における純資本流入・流出との間に、マンデル・フレミング・モデルが定式化したような通説的対応関係が成り立つべき理論的必然性は、今日の先進各国においては、もはや存在しない。たとえば、経常収支 + 資本移転収支が黒字で、かつ、その黒字額を中央銀行の邦貨売り外貨買い介入額が上回れば、たとえ国際資本移動において純資本「流出」が生じていても、狭義投資収支は「黒字」になる。現に2003年の日本の国際収支勘定においては、そのようなケースが見られた。

[3] 国際資本移動と狭義投資収支との間にマンデル・フレミング・モデルが定式化したような通説的対応関係が常に成り立つのは、邦人に対する厳格な外貨保有規制および外人に対する厳格な邦貨保有規制のもとで経常収支 + 資本移転収支の値および正味の国際資本移動額が銀行間外為市場における通貨売買需給にほぼストレートに反映し、かつ中央銀行の外為市場介入が平価維持の義務によってルール化されて受動的・補正的な行為となっていた、1960年代ブレトンウッズ固定為替レート制のような特殊環境下に限られる。当時の先進各国では、マンデル・フレミング・モデルが定式化したように、狭義投資収支黒字（赤字）額を純資本流入（流出）額と機械的に同一視し、あたかも狭義投資収支の値が経常収支 + 資本移転収支の値からも中央銀行の外為市場介入額からも独立に内外金利差の関数として能動的・先行的に決まる「かの如く」見なすことが、いわば「思考のショート・カット」として理論モデル操作の便宜上、許容できた。

[4] しかし今日の先進各国においては、邦人への外貨保有規制および外人への邦貨保有規制が撤廃もしくは大幅緩和され、かつ中央銀行による外為市場介入の有無・向き・規模が中央銀行自身（もしくは、その背後にある財務大臣）の能動的な自由裁量に委ねられている。そのような自由化された外為市場および管理フロート制の下では、国際資本移動と狭義投資収支との間にマンデル・フレミング・モデル型の通説的対応関係が成り立つべき理論的必然性は、もはや存在しない。に

もかわらず、この点に関する明確な認識は今日、多くのエコノミストにおいて欠落している。この認識欠如は、本来はブレトンウッズ固定為替レート制の特殊環境下でのみ許容可能だった上記のマンデル・フレミング・モデル型「思考のショート・カット」が、今日の管理フロート制に対する分析にまで形式的・機械的に持ち込まれたことから生じたものと見られ、早急な改善が望まれる。

追記

深尾光洋氏への疑問

本稿脱稿（2010年10月）の直前、深尾光洋氏（慶應義塾大学商学部教授）の著書（深尾2010）が出版された。同書p.94で深尾氏は、日本の国際収支の近況について次のように述べている。「日本は経常収支の黒字が続いており（中略）一方資本収支は、経常収支の黒字が続いているため赤字の年が多いが、2003年だけはかなりの黒字を記録した。その原因はこの年に外貨準備が約21.5兆円も増加したことによる。日本政府が外貨準備の増加のかたちで資本を流出させ、その流出額が経常収支黒字を超えたために、民間資本が流入してきたと考えられる。」ちなみに同書で深尾氏は「資本収支」を本稿の狭義投資収支プラス資本移転収支の意味で用いている（このような「資本収支」の用語法については本稿の注4を参照されたい）。ただし、どの国についても一般的に資本移転収支は統計上ネグリジブルな数値なので、上記引用文で深尾氏の言う「資本収支」は本稿の「狭義投資収支」とほぼ同義である。

さて、上記引用文から明らかのように深尾氏は、2003年の日本が少なくとも最終的には「民間の純資本流入によって狭義投資収支黒字となった」通説的ケースに該当する、と考えている。この深尾氏の見解は本稿の見解と全く異なる。本稿によれば2003年の日本は「民間の純資本流出にもかかわらず狭義投資収支が黒字となった」非通説的ケースに該当するのである。本稿の見解の根拠は既に詳しく解説したので、以下には筆者（松井）から深尾氏への疑問を2点だけ記す。

1. 深尾氏が同書p.95に掲げた表3-1が示しているように、2003年の日本の狭義投資勘定においては、直接投資、証券投資、金融派生商品の取引をあわせると正味で13.5兆円のマイナス値（debits金額超過）すなわち純資本「流出」であるにもかかわらず、「その他投資」が正味で21.7兆円もの膨大なプラス値（credits金額超過）であり、その結果、同年の日本の狭義投資収支は8.2兆円の黒字となっている。この「その他投資」には貿易信用などの他、銀行預金残高の対外的変化が含まれる（同書p.93参照）。筆者（松井）の見解では、この銀行預金残高の変化が2003年においては（日本政府・日銀のドル買い外為市場介入の主な相手方となった日本の市中銀行から、コルレス先たるアメリカ市中銀行へのドル支払いによって）大量に「貨幣の対外正味支払い」の形で生じ、これが同年における日本の狭義投資収支を黒字方向へ強力に引張ったと考えられる。つまり2003年の日本では、政府・日銀の外為市場介入が惹き起こした日本の市中銀行による「貨幣の対外正味支払い」が大量に生じたが故に、いわゆる国際資本移動すなわち民間対外貸借取引では純資本「流出」が生じていた「にもかかわらず」狭義投資収支が黒字になった、と筆者（松井）は考える。深尾氏のように（少なくとも最終的には）「民間資本が流入してきた」から狭義投資収支が黒字になったのだ、とする見解は、「狭義投資収支が黒字になったのだから当然、民間の国際資本移動において（少なくとも最終的には）純資本流入が生じたはずだ」という通説的な固定観念にミス・リードされた見解ではないか。

2. ちなみに同書p.91で深尾氏は、「(日本) 政府が公的介入により日本の銀行がニューヨークに持つドル預金を100億円(分) 買い入れる」ことは日本の国際収支勘定において「邦銀の対外資産の減少」として資本収支を100億円だけ黒字化させる(プラス値で、つまりcredits側に、記入される)と同時に「外貨準備の増加がマイナスとして(つまりdebits側に)記録される」と複式簿記の原理を説明している(引用文中のカッコ内は松井が補った)。つまり深尾氏は、日本政府が行なう円売りドル買いの外為市場介入は日本の資本収支(狭義投資収支)を黒字化させる、と同書p.91で正しく説明している。よって深尾氏は、この正しい説明にストレートに依拠して2003年における日本の資本収支(狭義投資収支)黒字を説明すればよかったのであり、なにも最終的に「民間資本が流入してきたと考え」る必要などなかったのではないか。この点も、やはり深尾氏が「狭義投資収支黒字イコール純資本流入」という通説的な固定観念にミス・リードされているのでは、と筆者(松井)が疑念を抱く所以である。

注釈

- 1) たとえば財・サービスを輸出すると、その代金受取によって対外債権が増加する(外貨建て決済の場合)か、もしくは対外債務が減少する(邦貨建て決済の場合)から、「対外債権の増加」および「対外債務の減少」は「財・サービスの輸出」とは逆サイド(つまりdebits側)に記入されねばならない。ちなみに、ここで多くの国際経済学テキストブックは、「対外債権の増加」および「対外債務の減少」がdebits側の項目すなわち「借り方」として分類される「不自然」を読者に「自然」に納得させようとして、「対外債権の増加および対外債務の減少は資産の輸入であるから財・サービスの輸入と同様、debitsの一項目として分類されるのだ」と説明している(たとえばKrugman & Obstfeld 2009, 302参照)。しかし本稿の筆者にとっては、このようなテキストブック型の説明法こそ「こじつけ」めいて「不自然」と感じられる。「対外債権の増加」および「対外債務の減少」は、たんに複式簿記の原理を成り立たせるため自動的・機械的に「財・サービスの輸出」とは逆サイドに記入されるに過ぎない、と説明する方が、くだんの「不自然」を「自然」に了解しやすい、と筆者は考える。そもそも、IMF方式の国際収支表における左側項目をcredits(貸し方)と呼び、右側項目をdebits(借り方)と呼ぶのは、経常勘定および資本移転勘定の各項目に関してのみ適切なのであり、投資勘定の各項目に関しては、上記の「不自然」に表われているように、項目名から印象されるサイドとはアベコベに分類されるのだから、むしろ不適切である。よってIMF方式の国際収支表における左右の項目分類は、たんに「左側(lefts)」「右側(rights)」と無機質かつ幾何的に呼ぶほうが妥当であると筆者は考える。なお、同様の趣旨から筆者は、IMF方式の国際収支表においてdebits側の各項目金額にマイナス符号をつけて表示する「不自然」も好まない(この「不自然」が最も顕著に感じられるのは、debits項目の一つである「外貨準備増加」がマイナス符号つきで金額表示される時である)。よって本稿では、IMF方式の国際収支勘定体系には準拠するけれども、国際収支表においてdebits側の各項目金額にマイナス符号をつけることはしない。
- 2) IMF国際収支マニュアル第4版(1977年改訂)では「資本移転勘定」なる勘定項目は存在せず、 c_4 は c_3 に含まれ、 d_4 は d_3 に含まれていた。そして、第5版マニュアルの投資勘定(financial account)を第4版では資本勘定(capital account)と呼んでいた。この点、第4版の旧用語法から第5版の新用語法への切り換えが今日なお行われていない著名な国際経済学・国際金融論および金融論テキストブックが米・英においてさえ少なからず見られ(たとえばCaves, Frankel & Jones 2007, Cecchetti & Schoenholz 2011, Mishkin 2010, Pilbeam 2006等)、学界において国際収支用語法の混乱が生じている。ちなみに実務界においても、アメリカ商務省が*Survey of Current Business*に公表する国際収支統計が新用語法に切り換えられたのは、ようやく1999年になってから(すなわちIMFが国際収支マニュアルを第5版に改訂してから6年も経過してから)であった。ましてや保守的な学界では、アメリカの代表的な国際経済学テキストブックであるKrugman & Obstfeldの*International Economics*が新用語法に切り換えたのは、さらに遅れて2003年(同書第6版)になってからである。

- 3) 従来 (IMF国際収支マニュアル第4版時代および、それ以前) から広範に用いられてきた学術用語である capital inflow (outflow) すなわち「資本流入 (流出)」は、今日では IMF 国際収支マニュアル第5版の新しい用語法に則して英語では financial inflow (outflow) と呼ばれることになったのだから、これに応じて日本語でも「投資流入 (流出)」と呼ばれるべきであると筆者は思うが、このような訳語は日本の学界では未だ全く普及していない。よって本稿では、financial inflow (outflow) の訳語として、伝統的な「資本流入 (流出)」を用いた。この点、欧米でも事情は同様らしく、たとえば Gandolfo (2001, p.61) は、IMF 国際収支マニュアル第5版の新しい用語法を紹介した後で “To avoid confusion we shall continue using the old terminology.” と述べ、financial inflow (outflow) の代わりに伝統的な capital inflow (outflow) を用いている。また、Krugman & Obstfeld (2009, p.306) は “a financial inflow (also sometimes called a capital inflow)” および “a financial outflow (or, alternatively, a capital outflow)” と述べて新・旧の両用語法を併記している。
- 4) わが国では、①式の資本移転収支と狭義投資収支との合計を「資本収支」なる一括名称で呼ぶ例が見られる (たとえば日本銀行『金融経済統計月報』参照)。おそらく、従来から慣れ親しんだ「資本収支」という用語を残したいけれども第4版の「資本収支 (capital account balance)」は第5版では financial account balance という名称になってしまい、もはや capital なる言葉が入っていないので、そのままでは「資本収支」なる訳語を当てにくい。そこで、第5版マニュアルの用語法で capital なる言葉が名称に入っている capital account balance を financial account balance と合体させれば、この合体した収支を新たに「資本収支」と呼ぶことが正当化できる、という発想であろう。しかし、もともと経常移転取引と似た性質を持つ (それゆえ IMF 国際収支マニュアル第4版では経常勘定に含まれていた) 資本移転取引の収支を、経常勘定取引とは全く性質の異なる投資勘定取引の収支と合体させて一括名称で呼ぶことは、経済理論上、不適切であると筆者は考える。経済理論の観点から見れば、資本移転収支は、むしろ経常収支と一括すべきである。よって本稿では「経常収支 + 資本移転収支」という表現を多用する。なお、この点 (資本移転勘定を経常勘定から分離・除外したこと) で IMF 国際収支マニュアルは第4版から第5版にかけて「改悪」された、というのが筆者の感想である。
- 5) 表3から2006年の日本の国際収支内訳を計算すると、経常収支 (170.52) + 資本移転収支 (-4.76) + 狭義投資収支 (-102.34) = 外貨準備増加 (31.98) + 統計的誤差 (31.44) となり、正味の国際資本移動額を計算すると資本流入額 (342.04) - 資本流出額 (388.05) = -46.01 (純資本流出) となる。よって2006年における日本の国際収支勘定は定性的には「狭義投資収支赤字かつ純資本流出」の通説的ケースに該当する。また、表4から2009年の日本の国際収支内訳を計算すると、経常収支 (142.20) + 資本移転収支 (-4.99) + 狭義投資収支 (-147.96) = 外貨準備増加 (26.92) - 通貨当局の対外債務増加 (17.80) - 統計的誤差 (19.87) となり、正味の国際資本移動額を計算すると資本流入額 (345.80) - 資本流出額 (745.93) = -400.13 (純資本流出) となる。よって2009年における日本の国際収支勘定も2006年と同様、定性的には「狭義投資収支赤字かつ純資本流出」の通説的ケースに該当する。ただし定量的には、2006年において狭義投資収支赤字「額」が純資本流出「額」の2倍以上であるのに対し、2009年においては狭義投資収支赤字「額」が純資本流出「額」の半分以下であるという違いが見られる。
- 6) この外為市場介入の際に日銀がドル買いの対価として日本の市中銀行に支払った円の金額は、日本国居住者同士間の取引なので国際収支勘定には記録されない。しかし、もし日銀のドル買い介入の相手方にアメリカなど外国 (の居住者たる) 市中銀行が何行か含まれていて、それらの外国市中銀行に対して日銀が日本の市中銀行を經由して支払った円が (わずかとは言え) あったならば、その円支払額 (すなわち日本の市中銀行の帳簿上における外国市中銀行名義の円建てコルレス口座の預かり残高増加) は、表1における \bar{c}_6 (非通貨当局が貨幣形態で負う対外債務の増加) に算入されているはずである。そして、この算入分だけ \bar{c}_6 が大きくなったことは、④式において、非通貨当局による貨幣の正味支払 ($\bar{d}_5 - \bar{c}_5$) + ($\bar{d}_6 - \bar{c}_6$) < 0 の絶対値 (正味支払「額」) を大きくする方向へ作用したはずである。④式における「非通貨当局による貨幣決済額」(-114.56…正味支払) は、このような経緯も含めた結果として生じた数字である。

7) たとえばイギリスの著名な国際金融論テキストブックであるPilbeam (2006, p.77) は、マンデル・フレミング・モデルの解説において次のように記している。 “...[T]he overall balance of payments is made up of three major components: the current account (CA), the capital account (K) and the change in the authorities reserves (dR). ... The net capital flow (K) is a positive function of the domestic interest rate. Assuming that the rate of interest in the rest of the world (r^*) is fixed, the higher the domestic interest rate (r) the greater the capital inflow into the country, or the smaller any capital outflow. This relationship is expressed algebraically as $K = K(r - r^*)$ A positive K indicates a net inflow of funds, whereas a negative K indicates a net outflow of funds.” 本稿の注2で述べたように、Pilbeam (2006) はIMF国際収支マニュアル第4版の旧用語法にもとづいている。よって、上の引用文で “the capital account (K)” とあるのは第5版の新用語法におけるthe financial account のことであり、かつ文章全体から K は「狭義」投資「収支」を意味することが明白である。さらに、この狭義投資収支を意味する K は、上の引用文では正味の国際資本移動 (the net capital flow) を表わす記号としても用いられ、その K は内外金利差 $r - r^*$ の関数である。そして、 K が正の値 (つまり狭義投資収支が黒字) であることは「純資本流入」を意味し、 K が負の値 (つまり狭義投資収支が赤字) であることは「純資本流出」を意味する、と上の引用文では述べられている。このような狭義投資収支黒字 (赤字) と純資本流入 (流出) との同一視は、マンデル・フレミング・モデルによって通説となり、さらに今日ではマンデル・フレミング・モデルから一人立ちし、いまなお多くのエコノミストの思考を支配している。ちなみに、アメリカの著名な金融論テキストブックであるCecchetti & Schoenholz (2011, p.513) は、マンデル・フレミング・モデルに言及することなく、ずばり次のように述べている。 “The capital account balance is the difference between a country's capital inflows and outflows. When a country's capital account is in surplus, it has a net capital inflow.” 本稿の注2で述べたように、このテキストブックも (上記のPilbeam 2006と同様) 国際収支勘定については今だにIMF国際収支マニュアル第4版の旧用語法を用いているので、この引用文中で the capital account balanceとあるのは新用語法のthe financial account balanceすなわち投資収支のことであり、かつ、(上記のPilbeam 2006と同様) 狭義投資収支を指すと思われる。

参考文献

- Caves, R., J. Frankel & R. Jones (2007) *World Trade and Payments*, 10th edition, New York: Addison Wesley.
- Cecchetti, S.G. & K. L. Schoenholz (2011) *Money, Banking, and Financial Markets*, 3rd edition, New York: McGraw-Hill.
- Gandolfo, G. (2001) *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Berlin and Heidelberg: Springer-Verlag.
- International Monetary Fund (1977) *Balance of Payments Manual*, 4th edition.
- International Monetary Fund (1993) *Balance of Payments Manual*, 5th edition.
- Krugman, P. & M. Obstfeld (2009) *International Economics: Theory and Policy*, 8th edition, New York: Addison Wesley.
- Mishkin, F. S. (2010) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, business school edition, 2nd edition, Boston: Pearson Education Inc.
- Pilbeam, K. (2006) *International Finance*, 3rd edition, London and New York: Palgrave Macmillan.
- 深尾光洋 (2010) 『国際金融論講義』日本経済新聞出版社。